

# Artur Mika

---

## Działalność agencji ratingowych a kryzys "subprime"

---

International Journal of Management and Economics 27, 249-265

---

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## **Działalność agencji ratingowych a kryzys *subprime***

### **Wprowadzenie**

Celem opracowania jest analiza działalności agencji ratingowych w świetle kryzysu *subprime* oraz prześledzenie reform przepisów prawnych normujących tę działalność. Tezą opracowania jest stwierdzenie, że mimo iż w stosunku do agencji ratingowych zostały wprowadzone nowe, znaczące rozwiązania legislacyjne (w szczególności reformy zwiększające transparentność działania, ograniczające ryzyko konfliktu interesów oraz wprowadzające nowe wymogi co do metodologii oceny ustrukturyzowanych instrumentów finansowych), to nadal pozostało kilka sfer funkcjonowania podmiotów oferujących usługi ratingu kredytowego, które wymagają dalszych regulacji – w szczególności nowych rozwiązań prawnych wymagają następujące obszary:

1. Model finansowania agencji ratingowych, w którym za rating nadawany instrumentem finansowym płaci ich emitent
2. Konkurowanie w oligopolistycznej strukturze rynku usług ratingowych, który jest zdominowany przez trzy największe agencje
3. Opieranie norm ostrożnościowych wyłącznie na ratingu kredytowym.

Pierwsza część opracowania koncentruje się na roli, jaką agencje ratingowe pełnią w międzynarodowym systemie finansowym. Rola ta jest przeanalizowana z perspektywy mikro – z punktu widzenia emitentów instrumentów finansowych oraz ich nabywców, jak również z perspektywy makro – z punktu widzenia państw oraz instytucji publicznych i organizacji międzynarodowych tworzących normy ostrożnościowe bazujące na ocenach ratingowych, co ma wpływ na stabilność system finansowego.

Tematem drugiej części pracy są niedoskonałości działania agencji ratingowych, które zostały uwidocznione przez bankructwa znaczących korporacji transnarodowych, a także przez kryzys *subprime* (oraz wcześniejsze kryzysy). W świetle ostatniego globalnego załamania na rynkach finansowych wspomniane niedoskonałości wiązały się głównie z ocenami nadawanymi ustrukturyzowanym instrumentom finansowym.

Trzecia część skupia się na przeglądzie nowych oraz funkcjonujących wcześniej w Unii Europejskiej i w Stanach Zjednoczonych rozwiązań legislacyjnych dotyczących działalności agencji ratingowych, a także na analizie obszarów, które nadal wymagają regulacji prawnych.

## Rola agencji ratingowych w międzynarodowym systemie finansowym

Zadaniem agencji ratingowych jest wydawanie niezależnych opinii na temat ryzyka utraty wypłacalności przez różnorodne podmioty, w tym rządy i przedsiębiorstwa, oraz opinii na temat instrumentów finansowych pochodzących od tych podmiotów<sup>1</sup>. Działalność ta sprzyja poprawie transparentności na rynku finansowym<sup>2</sup>. Działania agencji ratingowych polegają zatem na badaniu wiarygodności kredytowej emitentów danych instrumentów finansowych, a tym samym ryzyka, jakie się z tymi instrumentami wiąże. W oparciu o rating kredytowy ustalana jest dostępność oraz koszt kredytu udzielanego wystawcom danego instrumentu finansowego. Rating kredytowy służy więc zarówno kredytodawcom – nabywcom danego instrumentu finansowego (gdyż pozwala im ocenić ryzyko związane z inwestowaniem w dany instrument), jak i kredytobiorcom – emitentom (którym pozwala na uzyskanie wiarygodności w oczach potencjalnych nabywców emitowanych przez nich instrumentów finansowych, a przez to na uzyskanie lepszych cen danego instrumentu oraz jego łatwiejszą sprzedaż)<sup>3</sup>. Wskazuje się, że z punktu widzenia nabywców inwestowanie w „bezpieczne”, szczególnie zagraniczne instrumenty finansowe, posiadające np. rating „AAA” stało się szczególnie istotne w obliczu występowania globalnych stanów nierównowagi na rynku finansowym<sup>4</sup>.

Ponadto na rating kredytowy zgłaszają popyt firmy takie, jak fundusze powiernicze, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, ponieważ wymagają od nich tego regulacje prawne w różnych krajach<sup>5</sup>. Używanie ratingu kredytowego przez przedsiębiorstwa, od których prawo tego nie wymaga, może zaś wynikać z dążenia do właściwego zarządzania różnymi rodzajami ryzyka, mimo że przedsiębiorstwa te bardzo często używają oprócz ratingu także swoich własnych analiz ryzyka<sup>6</sup>. Rating kredytowy stosowany jest również w zawieranych różnego rodzaju kontraktach finansowych, w których strony umawiają się, że spadek ratingu kredytobiorcy poniżej określonego w umowie poziomu powoduje wstrzymanie wypłat kolejnych transz kredytu lub/i przyspieszenie spłaty przez kredytobiorcę pozostałych rat kredytowych – tego rodzaju rozwiązania określane są jako „*rating triggers*”<sup>7</sup>.

Znaczenie ratingu kredytowego może być ogólnie zilustrowane przez funkcje, jakie pełni. Do funkcji tych należy<sup>8</sup>:

- Łagodzenie asymetrii informacji pomiędzy uczestnikami rynków kapitałowych – inwestorami a firmami poszukującymi zewnętrznych źródeł finansowania. Bez działania agencji ratingowych wspomniana asymetria informacji mogłaby zniechęcić inwestorów do udostępnienia funduszy emitentom instrumentów finansowych, czego przyczyną byłby nierzadko duży koszt związany z pozyskiwaniem informacji na temat wiarygodności kredytowej emitentów. Z punktu widzenia inwestorów niepraktycznym rozwiązaniem byłaby również samodzielnie dokonywana analiza ryzyka związanego z danym emitentem. Ponadto drobnych inwestorów nie stać zazwyczaj na tego rodzaju analizy wykonywane przez podmioty zewnętrzne. Przez

neutralną analizę ryzyka agencje ratingowe przyczyniają się do obniżenia kosztu kapitału, który byłby bez wątpienia wyższy w przypadku braku tego rodzaju analiz.

- Łagodzenie problemu agencji – rating kredytowy pozwala inwestorom na monitorowanie poziomu ryzyka związanego z inwestycjami, które dokonywane są w imieniu inwestorów za pośrednictwem ich agentów. Inwestorzy mogą bowiem wyznaczyć działającym w ich imieniu pośrednikom minimalny poziom ratingu kredytowego przypisanego danym instrumentom finansowym, będącym przedmiotem inwestycji.
- Sygnalizowanie trudności finansowych dłużnika, przez co ułatwia się rozproszonym inwestorom indywidualnym wspólne dążenie do restrukturyzacji długu przedsiębiorstwa, które popadło w trudności finansowe. Bez wspomnianej restrukturyzacji wartość zadłużonej firmy mogłaby dalej spadać, co byłoby niekorzystne dla inwestorów z punktu widzenia odzyskania zainwestowanego przez nich wkładu.

Odzwiedleniem roli, jaką agencje ratingowe odgrywają we współczesnym międzynarodowym systemie finansowym, może być to, że od 2002 do 2006 r. wartość długu podlegającego ratingowi kredytowemu wzrosła w skali globalnej z 3,5 mld dolarów do 8 mld dolarów<sup>9</sup>. Obok podmiotów komercyjnych ratingiem kredytowym posługują się również instytucje publiczne, tworzące regulacje dotyczące rynku finansowego oraz zajmujące się nadzorem nad tym rynkiem. Zapotrzebowanie tych instytucji na używanie ratingu ujawniło się już po kryzysie finansowym w 1929 r.<sup>10</sup>, a rozpowszechnienie stosowania ratingu w standardach określonych przez regulacje prawne miało miejsce w latach 70. XX wieku<sup>11</sup>. Przejawem inkorporacji ratingu do norm ostrożnościowych są ramy adekwatności kapitałowej przewidziane przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego, zawarte w Nowej Umowie Kapitałowej (Bazylea II), w której przewidziane jest, że banki mogą (ale nie muszą) używać do określania wag ryzyka ratingów kredytowych nadanych przez uznane przez nadzorców agencje, co jest jednak zalecane szczególnie w celu oszacowania ryzyka kredytowego kredytobiorców instytucjonalnych oraz przyjęte w powszechnej praktyce<sup>12</sup>.

Rating kredytowy jest stosowany przez instytucje publiczne w regulacjach dotyczących w szczególności rynku bankowego i rynku papierów wartościowych głównie w następujących celach<sup>13</sup>:

- ustalenia minimalnych wymogów adekwatności kapitałowej dla emitentów instrumentów finansowych
- identyfikowania i klasyfikowania aktywów finansowych w kontekście spełniania przez nie norm dopuszczających do obrotu na rynku finansowym
- wiarygodnej oceny ryzyka kredytowego związanego z nabywaniem aktywów emitowanych w drodze sekurytyzacji lub zabezpieczonej emisji obligacji
- ustalenia wymogów informacyjnych wobec emitentów instrumentów finansowych
- ustalenia, czy instrumenty finansowe, które dany dłużnik poddany ocenie wyemituje w przyszłości, będą kwalifikowały się do automatycznego lub przyspieszonego dopuszczenia do obrotu.

Wymogi stosowania ratingu kredytowego zawarte w regulacjach prawnych mają na celu zdyscyplinowanie inwestorów i skłonienie ich do przeprowadzania przedsięwzięć inwestycyjnych z należytą ostrożnością. Dodatkowo wymogi te zwiększają popyt na instrumenty finansowe posiadające rating, a tym samym na usługi agencji ratingowych<sup>14</sup>. Warto jednak odnotować, że do niedawna miała miejsce paradoksalna sytuacja, w której standardy ustalane w regulacjach prawnych bazowały na ratingu kredytowym, a sama metodyka sporządzania ratingów była w bardzo ograniczonym stopniu przedmiotem regulacji oraz nadzoru. Sytuacja ta była spowodowana powszechnym przekonaniem, że po pierwsze wystarcza fakt, iż agencje ratingowe dobrowolnie zaakceptowały przestrzeganie najlepszych praktyk, a po drugie, że ich działalność zweryfikuje sam rynek, gdyż w przypadku wystawiania ratingów nieadekwatnych do stanu rzeczywistego agencje najzwyczajniej utracą klientów<sup>15</sup>.

Włączenie ratingu kredytowego do regulacji rynku finansowego spowodowało, że oceny ratingowe stały się szeroko rozpowszechnione w skali międzynarodowej i niezbędne przed emisją instrumentów dłużnych, natomiast warto odnotować, że rating nie jest wymagany w regulacjach prawnych Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych w przypadku emisji akcji<sup>16</sup>.

Mimo niezaprzeczalnej przydatności ratingu kredytowego istnieją opinie, że prawne narzucanie korzystania z usług agencji ratingowych jest wyrazem przeregulowania działalności podmiotów gospodarczych<sup>17</sup>. Plany ograniczenia tego typu regulacji nakreślił w 2009 r. Departament Skarbu w Stanach Zjednoczonych, co podyktowane było doświadczeniami kryzysu *subprime*<sup>18</sup> (o czym będzie mowa dalej).

Obecnie rynek usług ratingowych jest rynkiem o bardzo wysokim stopniu koncentracji, zdominowanym przez trzy największe firmy: Moody's Investors Services, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings, przy czym największa z tych firm – Standard & Poor's – posiada 40-procentowy udział w rynku, a wszystkie trzy firmy posiadają łącznie udział 95-procentowy<sup>19</sup>. Znaczna koncentracja na rynku usług ratingowych wynika z wysokich barier wejścia na ten rynek, co z kolei jest rezultatem dobrej reputacji, jaką dominujące agencje ratingowe uzyskały od początku swej działalności. Na koncentrację rynku miały również duży wpływ regulacje prawne w Stanach Zjednoczonych, uznające działalność wybranych agencji ratingowych, zaaprobowanych przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission) jako *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), przy czym pomimo wielokrotnych starań różnych podmiotów o uzyskanie statusu NRSRO, w latach 1975–2002 tylko jedna agencja (Fitch Ratings) uzyskała ten status, co utrwaliło oligopolistyczną strukturę rynku usług ratingowych<sup>20</sup>.

## Ocena działalności agencji ratingowych w świetle doświadczeń kryzysu *subprime*

Działalność agencji ratingowych przed i w czasie kryzysu *subprime* jest przedmiotem krytyki. Wskazuje się, że ratingi kredytowe bywały nieadekwatne do rzeczywistych rozmiarów ryzyka, przywołując doświadczenia wcześniejszych kryzysów finansowych, np.:

1. Podczas azjatyckiego kryzysu finansowego Tajlandia otrzymała relatywnie wysoki rating kredytowy, mimo że azjatycki kryzys rozpoczął się pięć miesięcy wcześniej<sup>21</sup>.
2. Firma Enron otrzymała również wysoki rating zaledwie na kilka dni przed swym bankructwem w 2002 r.<sup>22</sup>
3. Rating kredytowy Argentyny (która w 2001 r. ogłosiła niewypłacalność) oraz innych krajów Ameryki Południowej, do których dotarł ówczesny kryzys finansowy, nie sygnalizował niebezpieczeństwa wystąpienia nadchodzących trudności<sup>23</sup>.
4. Trzy największe agencje ratingowe nadały korzystny rating długowi firmy Lehman Brothers tuż przed zgłoszeniem przez nią wniosku o rozpoczęcie postępowania upadłościowego w dniu 15 września 2008 r.<sup>24</sup>

Agencjom ratingowym zarzuca się, że nie przewidziały znaczącego pogorszenia warunków na rynku finansowym, a co więcej – pogorszenie to nie zostało na czas odzwierciedlone w nadawanych ratingach, co mogłoby zapobiec eskalacji kryzysu<sup>25</sup>. Przed jego wystąpieniem agencje ratingowe wystawiły bardzo wysoki rating tzw. ustrukturyzowanym produktom finansowym, w szczególności obligacjom CDO (*collateralized debt obligations*), czyli obligacjom zabezpieczonym portfelem aktywów, w tym wierzytelnościami związanymi z kredytami *subprime*, zaciąganych w USA masowo wskutek wysokich cen nieruchomości<sup>26</sup>. Rating obligacji CDO porównywalny był z ratingiem nadawanym obligacjom rządowym. W pierwszej połowie 2007 r. obligacje CDOs straciły prawie 40% swojej wartości, co wywołane było głównie spadkiem cen nieruchomości i obok tego spadku stało się jedną z przyczyn obecnego kryzysu *subprime*<sup>27</sup>.

Oprócz tego, że agencje wystawiały korzystny rating wspomnianym instrumentom finansowym, same brały udział w procesie ich projektowania przez banki inwestycyjne<sup>28</sup>. Ze względu na dużą złożoność ustrukturyzowanych produktów finansowych i niski stopień ich transparentności, inwestorzy bardzo często w znacznym stopniu bazowali w swych decyzjach na ratingu kredytowym nadawanym tym instrumentom, przez co rynek ten w skali globalnej znacząco zwiększył swe rozmiary, przynosząc agencjom ratingowym ogromne dochody. Opłacalność ratingu instrumentów ustrukturyzowanych była bowiem większa niż opłacalność ratingu tradycyjnych instrumentów (dla przykładu opłaty pobierane przez Standard & Poor's w przypadku tradycyjnych instrumentów sięgały 3–4 punktów bazowych nominalnej wartości emisji, natomiast opłaty pobierane za nadawanie ratingu ustrukturyzowanym instrumentom finansowym sięgały 10 punktów bazowych nominalnej wartości emisji, a w przypadku bardzo złożonych transakcji były nawet wyższe)<sup>29</sup>.

Duży popyt na posiadające wysoki rating, a więc „bezpieczne” instrumenty ustrukturyzowane przyczynił się do rozluźnienia przez kredytodawców standardów gwarantowania emisji tego rodzaju instrumentów oraz ekspansji w ryzykowne segmenty rynku, tj. segment kredytów hipotecznych udzielanych wyłącznie celem ich zabezpieczenia przez emisję ustrukturyzowanych produktów finansowych, na które był duży popyt, właśnie ze względu na wysoki rating. Do wybuchu kryzysu *subprime* przyczyniło się następnie obniżanie przez agencje ratingowe nadawanych wcześniej wysokich ocen, co wywołane było niespotykaną wcześniej skalą oraz szybkością postępującej niewypłacalności emitentów, których aktywa stanowiły zabezpieczenie omawianych transakcji, na którą to niewypłacalność wpłynął spadek cen nieruchomości<sup>30</sup>. Według danych agencji Moody's roczne tempo spadku ocen ratingowych ustrukturyzowanych produktów finansowych w 2008 r. osiągnęło historyczny poziom 35,5%, podczas gdy rok wcześniej wynosiło 7,4%, a we wcześniejszych latach wartości tego wskaźnika były jeszcze niższe<sup>31</sup>.

Podkreśla się, że agencje ratingowe są prywatnymi instytucjami o charakterze komercyjnym, których źródłem dochodów są przede wszystkim wpływy z dokonywania oceny wiarygodności kredytowej uczestników rynku finansowego (stanowi to około 90% dochodów, natomiast pozostałe dochody pochodzą głównie ze świadczenia usług konsultingowych<sup>32</sup>). Rating kredytowy ma charakter zlecony, a więc emitenci danych instrumentów finansowych płacą agencjom za ocenę ich wiarygodności, co może rodzić podejrzenia, że w działalności agencji ma miejsce konflikt interesów. Powiązanie nadawania ratingu kredytowego z otrzymywaniem zapłaty może prowadzić do sytuacji, w której wydawane oceny będą zawyżane<sup>33</sup>. Zdarzało się, że największe banki inwestycyjne zamawiały ratingi u różnych agencji, po czym wybierały najbardziej korzystne oceny, uwiarygodniające lukratywne transakcje, lub też banki owe prowadziły z agencjami ratingowymi nieformalne konsultacje w celu otrzymania najkorzystniejszego ratingu, podsycając konkurencję pomiędzy agencjami<sup>34</sup>. Oddziaływanie banków inwestycyjnych na agencje ratingowe w celu rozluźnienia stosowanych przez nie kryteriów oceny ustrukturyzowanych produktów finansowych miało miejsce od 2000 r., co banki inwestycyjne uzasadniały faktem, że tego rodzaju aktywa w przeszłości wiązały się z mniejszym ryzykiem niż klasyczne instrumenty emitowane przez przedsiębiorstwa (*corporate debt*)<sup>35</sup>. Agencje ratingowe argumentują mimo to, że w sytuacji gdy ich oligopolistyczna pozycja na rynku opiera się na bardzo dobrej reputacji, uleganie naciskom ich klientów podważyłoby ją, co byłoby działaniem wbrew własnym interesom<sup>36</sup>.

Pogląd ten podzielają również niektórzy teoretycy, popierając przy tym koncepcję samoregulacji agencji ratingowych<sup>37</sup>. Wśród teoretyków pojawiają się jednakże stanowiska przeciwne, mówiące że ryzyko utraty klientów na skutek pogorszenia reputacji nie jest dla agencji wystarczającą przesłanką do unikania zawyżania ratingów, gdyż agencjom wystarcza fakt, że ich reputacja została uznana przez organy nadzoru, które formalnie zaaprobowaly ich działalność (np. w USA aprobatą Komisji Papierów Wartościowych i Giełd znalazła wyraz w nadaniu wspomnianego statusu *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*)<sup>38</sup>. Same agencje ratingowe odrzucają ten zarzut, argumentując,

że wprowadziły procedury zapewniające pełną niezależność ratingu, np. podejmowanie decyzji dotyczących ratingu przez komitet, którego członkowie są wynagradzani niezależnie od wydawanych ocen, oraz uniezależnienie wynagrodzenia analityków od wysokości opłat uiszczanych przez ich klientów<sup>39</sup>. Najnowsze badania empiryczne wykazały, że agencjom zależy na zachowaniu swojej reputacji, jeśli ich głównym źródłem dochodów jest nadawanie ratingu instrumentom finansowym innym niż instrumenty ustrukturyzowane<sup>40</sup>.

Agencje bronią się przed krytyką, podkreślając, że ratingi kredytowe są jedynie opiniami, a nie rekomendacjami kupna, sprzedaży czy posiadania danego instrumentu finansowego i nie powinny być interpretowane jako prawdopodobieństwo niewywiązania się instytucji, której dotyczy rating, z jej zobowiązań finansowych<sup>41</sup>. Tego typu argumentacji używały agencje ratingowe podczas publicznych przesłuchań w Kongresie USA po upadku firmy Enron w 2002 r.<sup>42</sup> W wielu krajach agencje ratingowe w kontraktach ze swoimi klientami wprost zastrzegały, że ich opinie nie stanowią formy doradztwa inwestycyjnego, co tradycyjnie stanowiło dla nich ochronę zarówno przed sporami sądowymi z inwestorami kierującymi się ich opiniami, jak również (do niedawna) przed regulowaniem ich działalności przez instytucje publiczne<sup>43</sup>. Na tej zasadzie w Stanach Zjednoczonych agencje ratingowe utrzymują, że mają status analogiczny do dziennikarzy, w stosunku do których obowiązuje wolność wypowiedzi, a więc państwo nie ma prawa regulować treści ocen ratingowych ani podważać ich metodyki, gdyż wolność słowa chroniona jest w USA pierwszą poprawką do konstytucji<sup>44</sup>.

Stanowisko mówiące, iż ratingi kredytowe są jedynie opiniami, potwierdzają studia empiryczne<sup>45</sup>, których rezultaty wskazują, że ratingi mają wręcz niewielką wartość informacyjną oraz że zmiany tego rodzaju ocen ryzyka kredytowego nie nadążają za zmianami na rynku finansowym – ratingi kredytowe mogą wprawdzie odzwierciedlać ryzyko kredytowe danego emitenta w kategoriach relatywnych (względem innych emitentów), natomiast nie odzwierciedlają go w kategoriach absolutnych<sup>46</sup>. Fakt, że oceny ratingowe nie antycypują zmian na rynku, może brać się stąd, że agencje bywają niechętne obniżaniu tychże ocen, mając na uwadze, iż może się to przyczynić do trudności finansowych kraju lub podmiotu emitującego dane instrumenty finansowe<sup>47</sup>. Tak stało się w przypadku firmy AIG, gdy 16 września 2008 r. obniżenie ratingu kredytowego zadziało jako opisany wcześniej „*rating trigger*”, powodując dla AIG konieczność przyspieszenia jednoczesnego wywiązania się z wielu zobowiązań płynących z transakcji swapowych, co spowodowało z kolei, że firma nie dysponowała odpowiednim stopniem płynności i wymusiło subwencję ze strony Systemu Rezerwy Federalnej<sup>48</sup>.

Głosy krytyczne pojawiają się również w stosunku do używanej przez agencje ratingowe metodologii nadawania ocen – komentatorzy argumentują, że zachodzi różnica w jakości ratingu kredytowego nadawanego tradycyjnym instrumentom finansowym oraz ratingu nadawanego ustrukturyzowanym instrumentom finansowym, gdyż o ile pierwszy rodzaj ocen dokonywany jest w oparciu o audytowane, publicznie dostępne sprawozdania finansowe, o tyle drugi rodzaj ratingu nadawany jest w oparciu o dane



finansowe poufne, niewystandaryzowane oraz niepodlegające audytowi, których agencje ratingowe nie mają obowiązku weryfikować, polegając jedynie na gwarancjach emitentów co do rzetelności wspomnianych danych<sup>49</sup>. Fakt ten agencje ratingowe przywołują jednak na swoją obronę, argumentując, że w zakresie ich działalności nie leży przeprowadzanie audytów finansowych, które mogłyby potwierdzić jakość otrzymywanych informacji<sup>50</sup>.

Agencje ratingowe zazwyczaj nadawały swe oceny tradycyjnym instrumentom finansowym, a więc w stosunku do oceniania ryzyka instrumentów innowacyjnych posiadały niewystarczające doświadczenie, co przejawiało się np. stosowaniem komputerowych modeli symulacji, które nie uwzględniały wpływu wskaźników makroekonomicznych oraz wpływu spadku cen nieruchomości na ryzyko niewypłacalności emitentów instrumentów ustrukturyzowanych<sup>51</sup>. Ponadto presja do utrzymania dotychczasowego udziału w rynku oraz do zwiększania zysków sprawiła, że agencje ratingowe rozluźniły swoje własne standardy nadawania ocen, a co więcej, nie zainwestowały dotychczasowych zysków w kosztowne opracowanie zrewidowanych modeli ratingów ani w zakup dostępu do wysokiej jakości baz danych<sup>52</sup>. Sytuacja taka miała miejsce pomimo faktu, że zatrudnieni w agencjach ratingowych analitycy sygnalizowali wspomniane problemy. Podczas przeprowadzonych w październiku 2008 r. w Kongresie Stanów Zjednoczonych dyskusji na temat kryzysu finansowego oraz działalności agencji ratingowych zostały ujawnione raporty zawierające pełne obawy wypowiedzi pracowników agencji ratingowych, zaniepokojonych niską jakością danych finansowych oraz stosowanych modeli<sup>53</sup>.

Innym problemem dotyczącym działalności agencji ratingowych może być to, że twórcy regulacji dotyczących rynku finansowego, poprzez opisaną wcześniej inkorporację ocen ratingowych do wymogów określonych przepisami, w praktyce posługiwali się swoistym outsourcingiem funkcji regulacyjnych cedowanych na agencje ratingowe, co w oczach inwestorów uczyniło rating kredytowy kluczowym czynnikiem, jaki należy wziąć pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych<sup>54</sup>. Co więcej, zdaniem niektórych autorów nadawanie wysokiego ratingu danemu podmiotowi lub wyemitowanym przez niego instrumentom finansowym może być traktowane jako odpowiednik licencjonowania jego działalności<sup>55</sup>. Zjawisko pełnienia przez agencje ratingowe roli quasi-regulatorów rynku finansowego rozwinęło się pomimo faktu, że agencje podkreślały, iż rating kredytowy nie jest doradztwem inwestycyjnym, oraz faktu, że same podlegały regulacjom w mocno ograniczonym stopniu.

## Reformy regulacji dotyczących nadawania ratingu kredytowego

Warto zauważyć, że opisane problemy dotyczące transparentności agencji ratingowych, ryzyka konfliktu interesów oraz metodologii stosowanych przy ocenie ustrukturyzowanych instrumentów finansowych zostały naświetlone już na kilka lat przed kryzysem *subprime* – pierwszy raz po upadku firmy Enron, w sporządzonym przez Securities and Exchange Commission raporcie, opublikowanym w 2003 r.<sup>56</sup>, a kolejny raz dwa lata

później, w raporcie zatytułowanym *The Role of Ratings in Structured Finance*<sup>57</sup>. Mimo sygnalizowania wspomnianych problemów, rozwiązań regulacyjnych nie zrewidowano, a miałyby to szansę zapobiec kryzysowi *subprime*. Do czasu jego wybuchu w stosunku do agencji ratingowych przeważały dobrowolnie akceptowane regulacje wypracowane przez uczestników branży<sup>58</sup>.

Przełomem był wspomniany upadek firmy Enron oraz firmy WorldCom, które otrzymały korzystne ratingi, co sprawiło, że w 2006 r. Kongres USA zatwierdził Credit Rating Agency Reform Act, kończący erę samoregulacji agencji ratingowych i przekazujący nadzór nad agencjami w ręce Securities and Exchange Commission<sup>59</sup>. Dla kontrastu, w Europie upadek firmy Enron nie przyniósł nowych rozwiązań legislacyjnych adresowanych do agencji ratingowych – Komisja Europejska w 2004 r. przeprowadziła jedynie studium istniejącego porządku prawnego w tym obszarze, na który składały się w szczególności trzy dyrektywy: Market Abuse Directive (mająca na celu zwalczanie nierzetelnych praktyk na rynku finansowym), Market in Financial Instruments Directive (normująca m.in. usługi doradcze) oraz Capital Requirements Directive (precyzująca, jakie kryteria musi spełniać agencja ratingowa, aby jej działalność uzyskała licencję, czyli status External Credit Assessment Institution – ECAI)<sup>60</sup>. Komisja Europejska podsumowała wyniki swych badań konkluzją, że istniejący porządek prawny zapewnia równowagę pomiędzy normowaniem działalności agencji przez instytucje publiczne oraz przez regulacje branżowe<sup>61</sup>.

Konieczność dalszego uregulowania działalności agencji ratingowych jest sprawą o tyle istotną, że jak wspomniano, w świetle obowiązywania Nowej Umowy Kapitałowej (Bazylea II), w jej I filarze ratingi kredytowe stanowią podstawę do nadawania wag ryzyka. W odpowiedzi na obecny kryzys *subprime* międzynarodowe organizacje finansowe oraz inne podmioty podjęły szereg działań regulacyjnych w odniesieniu do agencji ratingowych – działania te zostały przeprowadzone przez<sup>62</sup>:

- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Organizacja ta w 2008 r. zrewidowała swój opublikowany w 2004 r., kodeks najlepszych praktyk w odniesieniu do agencji ratingowych (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*)<sup>63</sup>. Zmiany dotyczą m.in.: a) zapewnienia porównywalności ratingów w dłuższym horyzoncie czasowym, opartej na publikowanych przez agencje raportach i statystykach, b) zabronienia agencjom udziału w projektowaniu ocenianych przez nie instrumentów finansowych, c) wprowadzenia odrębnej metodyki nadawania ratingu ustrukturyzowanym instrumentom finansowym. IOSCO zaproponowała używanie opracowanych zasad jako wzorca stosowanego w skali międzynarodowej podczas sprawowania nadzoru nad działalnością agencji ratingowych. Należy podkreślić, że stosowanie kodeksu IOSCO ma co prawda charakter dobrowolny, ale w oparciu o niego wprowadzono nowe rozwiązania regulacyjne w Unii Europejskiej, co zostanie przedstawione poniżej.
- Grupę Dwudziestu G-20. W kwietniu 2009 r. liderzy grupy wydali deklarację na temat wzmocnienia systemu finansowego (*Declaration on Strengthening Financial*

System), uznającą kodeks IOSCO za model sprawowania nadzoru nad agencjami ratingowymi i stwierdzającą, że władze krajów członkowskich będą podejmowały działania w kierunku międzynarodowej koordynacji nadzoru nad agencjami, przy czym rolę koordynatora będzie pełnić IOSCO. Ponadto G-20 zwróciło się do Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego z prośbą o zrewidowanie roli ratingu kredytowego w tworzeniu regulacji ostrożnościowych.

- Securities and Exchange Commission (SEC), która w Stanach Zjednoczonych wprowadziła w 2009 r. ulepszenia swych regulacji dotyczących agencji ratingowych. Dotyczą one przede wszystkim zwiększenia wymogów informacyjnych wobec agencji ratingowych, w szczególności publikowania na stronach internetowych agencji: a) statystyk dotyczących ich działalności, b) opisów stosowanej metodologii, c) opisu przykładowego procesu nadawania ratingu dla różnych rodzajów aktywów, d) raportów rocznych. Oprócz tego SEC wprowadziła zakaz prowadzenia przez agencje usług doradztwa dla emitentów, których instrumenty finansowe podlegają jednoczesnej ocenie ratingowej, oraz zakaz uczestniczenia analityków sporządzających rating w negocjacjach dotyczących opłat za tę usługę. Mimo to SEC porzuciła koncepcję wprowadzenia specjalnych, odrębnych oznaczeń ocen nadawanym produktom strukturyzowanym oraz nie zrezygnowała z wyłączności działalności wspomnianych wcześniej *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.
- Unię Europejską. Regulacje dotyczące agencji ratingowych zostały zaaprobowane przez Parlament Europejski w kwietniu 2009 r.<sup>64</sup> i ogłoszone w komunikacie Komisji Europejskiej w maju 2009 r. Zgodnie z nowymi regulacjami wszystkie agencje ratingowe, które zamierzają działać na terenie Unii Europejskiej, podlegają rejestracji w CESR (Committee of European Securities Regulators), a także nadzorowi zarówno ze strony CESR, jak i organów nadzoru nad rynkiem finansowym krajów członkowskich. Nowe regulacje zostały zaprojektowane na bazie kodeksu IOSCO, a więc uznano: zakaz świadczenia przez agencje usług doradczych przy jednoczesnym nadawaniu ratingu, zwiększone wymogi dotyczące transparentności oraz metodyczne wyodrębnienie ratingu nadawanego złożonym instrumentom finansowym. Ponadto CESR został zobowiązany do monitorowania przestrzegania kodeksu IOSCO, a także do stworzenia publicznie dostępnej bezpłatnej bazy, zawierającej dane historyczne na temat nadawania ratingu przez zarejestrowane agencje. Ustalono ponadto, że agencje ratingowe mają obowiązek publicznego udostępniania stosowanej metodyki oraz obowiązek sprawdzania jakości używanych danych, przy czym w odniesieniu do ustrukturyzowanych instrumentów finansowych są ponadto zobligowane do stosowania metodologii odmiennej niż w przypadku tradycyjnych instrumentów finansowych. Agencje ratingowe muszą ponadto publikować corocznie tzw. *transparency report* – raport dotyczący transparentności, a w szczególności zawierający informacje na temat struktury własności agencji ratingowych oraz procesów zarządzania. Ważnym ustaleniem było także stwierdzenie, iż działalność agencji ratingowych wywodzących się spoza państw członkowskich UE będzie

dopuszczona pod warunkiem, że obowiązujący w kraju ich pochodzenia system nadzoru będzie wystarczająco skuteczny. Ustalenie to ma szczególne znaczenie, gdyż najwięksi gracze na rynku usług ratingowych wywodzą się ze Stanów Zjednoczonych<sup>65</sup>. Nowe rozwiązania regulacyjne w Unii Europejskiej wprowadzają również tzw. mechanizm rotacji analityków odpowiedzialnych za nadawanie ratingu, tak aby nie tworzyły się pomiędzy nimi a ich klientami długotrwałe relacje o niskim stopniu transparentności<sup>66</sup>.

Na podstawie przedstawionych wyżej zmian regulacyjnych widać, że ich celem jest przede wszystkim minimalizacja ryzyka konfliktu interesu, poprawa jakości metodyki (szczególnie w ocenie produktów ustrukturyzowanych), zwiększenie transparentności oraz wzmocnienie nadzoru nad agencjami. Dyskutowane są również inne propozycje reform, w tym dotyczące możliwości pociągnięcia agencji ratingowych do odpowiedzialności prawnej za uchybienia w procesie nadawania ratingu, jednak wskazuje się, że rozwiązanie takie redukuje jedynie skutki, a nie rzeczywiste przyczyny niedoskonałości działania agencji ratingowych<sup>67</sup>. Zamiast tego akcent kładzie się na potrzebę wprowadzenia regulacji, których celem powinno być<sup>68</sup>:

1. Promowanie konkurencji pomiędzy agencjami – dotyczy to zmiany oligopolistycznej struktury rynku usług ratingowych, co pobudziłoby konkurencję na tym rynku, a w konsekwencji – podniosłoby jakość ratingów kredytowych i obniżyło ich cenę. Zmiany w tym kierunku są jednak tym trudniejsze, że oligopolistyczna struktura rynku wiąże się dla potencjalnych nowych graczy ze znaczącymi barierami wejścia, na które składają się nie tyle istniejące regulacje, ile dotychczasowa reputacja największych agencji. Niemniej reputacja ta znacznie ucierpiała w świetle doświadczeń kryzysu *subprime*, co otwiera możliwości zaistnienia na rynku nowym agencjom ratingowym, których przewaga konkurencyjna nad dotychczasowymi płynęłaby z lepszej jakości metodyki oraz większej transparentności.
2. Przeformułowanie modelu biznesowego „*issuer-pays*”, w którym za rating płaci emitent. Proponuje się mianowicie model „*investor-pays*”, w którym opłata za rating byłaby uzależniona od użyteczności, jaką informacje w nim zawarte mają dla nabywców emitowanych instrumentów finansowych – model ten nie byłby nowy, gdyż opłaty pobierane od nabywców instrumentów finansowych były dla agencji ratingowych głównym źródłem dochodów aż do początku lat 80. XX wieku, natomiast obecnie tą drogą uzyskują dochód trzy niewielkie agencje działające w Stanach Zjednoczonych<sup>69</sup>. Krytycy tego rozwiązania argumentują, że po pierwsze, nie ogranicza ono ryzyka wystąpienia konfliktu interesu (gdyż przenosi go jedynie z emitentów na inwestorów), a po drugie, może przyczynić się do spadku popytu na usługi ratingowe, gdyż inwestorzy nie będą skłonni uiszczać wysokich opłat za rating (które stanowiłyby dodatkowy koszt, przez co zmniejszałyby opłacalność zakupu instrumentów finansowych), a z kolei takie ograniczenie stosowania ratingu utrudniałoby emitentom sprzedaż wyemitowanych instrumentów finansowych<sup>70</sup>. Rozwiązaniem kompromisowym byłyby tzw.

hybrydowe opłaty za rating, przy czym tego rodzaju sposób finansowania mógłby przyjmować następujące formy<sup>71</sup>:

- emitenci instrumentów finansowych uiszczaliby opłaty u jednej agencji, natomiast mieliby ponadto obowiązek skorzystania z usług innej agencji, za które opłat dokonywaliby nabywcy instrumentów finansowych
  - opłaty byłyby uiszczane przez konsorcjum inwestorów instytucjonalnych, utrzymujące daną agencję ratingową i sprawujące dodatkowo nadzór nad nią.
3. Ograniczenie inkorporowania ratingu kredytowego do norm ostrożnościowych lub nakreślenie w tych normach dodatkowych procedur oceny ryzyka kredytowego, co ograniczyłoby bezkrytyczne poleganie inwestorów na ratingach kredytowych. Z takim rozwiązaniem wiąże się jednak konieczność zastąpienia roli ratingu kredytowego alternatywnymi instrumentami oceny ryzyka, co z punktu widzenia legislacji jest procesem czasochłonnym i wymagającym dużego nakładu pracy.

## Podsumowanie i wnioski

Kryzys *subprime*, podobnie jak wcześniejsze kryzysy finansowe, ujawnił niedoskonałości działania agencji ratingowych, które są uznawane ze jedną z przyczyn wybuchu oraz eskalacji tego kryzysu. Wspomniane niedoskonałości wiązały się głównie z niedostatecznym poziomem transparentności w procesie nadawania ratingu, z konfliktem interesu oraz z nieadekwatnością stosowanej przez agencje ratingowe metodyki oceny ryzyka, szczególnie w przypadku ustrukturyzowanych instrumentów finansowych.

Reformy regulacji działalności agencji ratingowych podjęte zarówno w Unii Europejskiej, jak i w Stanach Zjednoczonych zostały zaprojektowane tak, aby rozwiązać wskazane powyżej problemy. Skuteczność nowych rozwiązań prawnych będzie w dużej mierze zależeć od skuteczności narzędzi egzekwowania ustalonych reguł, w tym sankcji.

Mimo wprowadzenia reform pewne sfery działalności agencji ratingowych wymagają dalszych rozwiązań legislacyjnych, w szczególności chodzi o trzy kwestie. Pierwszą z nich jest pobudzenie konkurencji na silnie zoligopolizowanym rynku usług ratingowych. Konkurencja pomiędzy agencjami miałaby bowiem szansę podniesienia jakości usług ratingowych oraz spadku ich cen. Pobudzenie konkurencji pomiędzy agencjami można osiągnąć przez ułatwienie nowym podmiotom wejścia na rynek (ograniczenie barier wejścia).

Kolejną kwestią, która wymaga nowych rozwiązań, jest sposób finansowania agencji ratingowych, dotychczas oparty na modelu, w którym klient-emitent płaci za rating nadawany emitowanym przez niego instrumentom finansowym, co rodzi ryzyko konfliktu interesów. Zamiast tego modelu proponuje się pobieranie opłat od inwestorów lub dzielenie opłat pomiędzy emitentów a inwestorów (finansowanie hybrydowe).

Wreszcie postuluje się ograniczenie bazowania norm ostrożnościowych wyłącznie na ratingu kredytowym, co jednak wymagałoby opracowania alternatywnych w stosunku do ratingu ram odniesienia stosowanych w tychże normach.

Aby reformy regulacji działalności agencji ratingowych spełniały swoje zadanie, niezbędna jest aktualizacja rozwiązań prawnych, podążająca za bieżącymi zmianami na rynku finansowym, w szczególności chodzi o szybkie reagowanie na pojawianie się innowacyjnych instrumentów finansowych, którym nadawany jest rating kredytowy.

---

### Przypisy

<sup>1</sup> Parlament Europejski, Nowe unijne zasady wystawiania ratingów kredytowych. Streszczenie dla obywateli. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/cs\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/cs_pl.pdf).

<sup>2</sup> J. Forster, The optimal regulation of credit rating agencies, „Discussion Paper” 2008, No. 14, University of Munich, Munich 2008, s. 2.

<sup>3</sup> A.N.R. Sy, The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets, IMF „Working Paper” No. WP.09/129, Washington 2009, s. 8.

<sup>4</sup> R.J. Caballero, A. Krishnamurthy, Global Imbalances and Financial Fragility, „American Economic Review” 2009, No. 99(2), s. 584–588.

<sup>5</sup> A.N.R. Sy, *op.cit.*, s. 8.

<sup>6</sup> *Ibidem*.

<sup>7</sup> *Ibidem*.

<sup>8</sup> Bank of England, Financial Stability Report 2007, October, Issue No 22, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

<sup>9</sup> <http://ir.moodys.com/phoenix.zhtml?c=123831&p=irol-reportsAnnual>.

<sup>10</sup> F. Partnoy, Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets, „Yale Journal of Regulation” June 2009, Vol. 26, No. 2, s. 8.

<sup>11</sup> R. Levich, M.G. Majnoni, C. Reinhart, Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Kluwer Academic Publishers, New York 2002, s. 13.

<sup>12</sup> A.N.R. Sy, *op.cit.*, s. 10.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 9.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 10.

<sup>15</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, Credit rating agencies, „Crisis Response” No. 8, The World Bank Group, October 2009, s. 1.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 2.

<sup>17</sup> F. Partnoy, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, Research Paper No. 07-46, „Legal Studies Research Paper Series” University of San Diego School of Law, May 2006, s. 11.

<sup>18</sup> A.N.R. Sy, *op.cit.*, s. 11.

<sup>19</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>20</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, *op.cit.*, s. 7.

<sup>21</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>22</sup> *Ibidem.*

<sup>23</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, *op.cit.*, s. 7.

<sup>24</sup> *Ibidem*, s. 4.

<sup>25</sup> [www.europarl.europa.eu\\_sides\\_getDoc](http://www.europarl.europa.eu_sides_getDoc)

<sup>26</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>27</sup> *Ibidem.*

<sup>28</sup> J. Mason, J. Rosner, Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, „Hudson Institute Working Paper”, Washington 2007, s. 9.

<sup>29</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, *op.cit.*, s. 7.

<sup>30</sup> *Ibidem.*

<sup>31</sup> *Ibidem.*

<sup>32</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>33</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, Przebudowa globalnej architektury finansowej po doświadczeniach kryzysu subprime. Wybrane problemy do rozwiązania, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009, s. 75.

<sup>34</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, *op.cit.*, s. 4.

<sup>35</sup> *Ibidem.*

<sup>36</sup> *Ibidem*, s. 6.

<sup>37</sup> S. Schwarcz, The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation. w: E. Ferran, Ch. Goodhart, Regulating Financial Services and Markets in the 21<sup>st</sup> Century, Oxford University Press, Oxford 2001, s. 297–310.

<sup>38</sup> F. Partnoy, The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, „Washington University Law Quarterly” 1999, No. 77(3).

<sup>39</sup> A.N.R. Sy, *op.cit.*, s. 5.

<sup>40</sup> J. Mathis, J. McAndrews, J.C. Rochet, Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, „Journal of Monetary Economics” 2009, No. 56, s. 657–674.

<sup>41</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>42</sup> Securities and Exchange Commission: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, January 2003.

<sup>43</sup> J. Forster, *op.cit.*, s. 2.

<sup>44</sup> F. Partnoy, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, Research Paper No. 07-46, „Legal Studies Research Paper Series”, University of San Diego School of Law, May 2006, s. 11.

<sup>45</sup> Financial Economists Roundtable Statement: Reforming the Role of the Statistical Ratings Organizations in the Securitization Process, Philadelphia 2008.

<sup>46</sup> Ibidem.

<sup>47</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, op.cit., s. 4.

<sup>48</sup> Ibidem.

<sup>49</sup> Ibidem.

<sup>50</sup> A.N.R. Sy, op.cit., s. 5.

<sup>51</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, op.cit., s. 4.

<sup>52</sup> Ibidem.

<sup>53</sup> <http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>

<sup>54</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, op.cit., s. 1.

<sup>55</sup> F. Partnoy, How and Why..., op.cit., s. 82.

<sup>56</sup> Securities and Exchange Commission: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, January 2003.

<sup>57</sup> Committee on Global Financial System: The role of ratings in structured finance, Bank for International Settlements, Basel 2005, s. 7.

<sup>58</sup> A.N.R. Sy, op.cit., s. 5.

<sup>59</sup> Ibidem, s. 6.

<sup>60</sup> Ibidem.

<sup>61</sup> Ibidem, s. 7.

<sup>62</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, op.cit., s. 5.

<sup>63</sup> The technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, October 2004. [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf).

<sup>64</sup> [www.europarl.europa.eu\\_sides\\_getDoc](http://www.europarl.europa.eu_sides_getDoc)

<sup>65</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, op.cit., s. 78.

<sup>66</sup> [www.europarl.europa.eu\\_sides\\_getDoc](http://www.europarl.europa.eu_sides_getDoc)

<sup>67</sup> J. Katz, E. Salina, C. Stephanou, op.cit., s. 5.

<sup>68</sup> Ibidem.

<sup>69</sup> Ibidem, s. 6.

<sup>70</sup> Ibidem.

<sup>71</sup> Ibidem.



## Bibliografia

- Bank of England, Financial Stability Report, Issue No. 22, 2007, [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
- Caballero R.J., Krishnamurthy A., Global Imbalances and Financial Fragility, „American Economic Review” 2009, 99(2)
- Financial Economists Roundtable Statement, Reforming the Role of the Statistical Ratings Organizations in the Securitization Process, Philadelphia 2008
- Forster J., The optimal regulation of credit rating agencies, Discussion Paper No. 2008-14, University of Munich, Munich 2008
- Iwanicz-Drozdowska M., Przebudowa globalnej architektury finansowej po doświadczeniach kryzysu subprime. Wybrane problemy do rozwiązania, w: Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich, red. J. Szambelańczyk Związek Banków Polskich, Warszawa 2009
- Katz J., Salina E., Stephanou C., Credit rating agencies, „Crisis response”, No. 8, The World Bank Group, Washington 2009
- Levich R., Majnoni M. G., Reinhart C., Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Kluwer Academic Publishers, New York 2002
- Mason, J., Rosner J., Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, Hudson Institute Working Paper, Washington 2007
- Mathis J., McAndrews J., Rochet J.C., Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies? „Journal of Monetary Economics” 2009, No. 56
- Parlament Europejski, Nowe unijne zasady wystawiania ratingów kredytowych, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/cs\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/cs_pl.pdf)
- Partnoy F., Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets, „Yale Journal of Regulation” June 2009, Vol. 26, No. 2
- Partnoy F., The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, „Washington University Law Quarterly” 1999, No. 77(3)
- Partnoy, F., How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, Research Paper No. 07-46, Legal Studies Research Paper Series, University of San Diego School of Law, San Diego 2006
- Szwarcz, S., The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation, w: E. Ferran, Ch. Goodhart, Regulating Financial Services and Markets in the 21<sup>st</sup> Century, Oxford University Press, Oxford 2001
- Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, Washington 2003
- Sy A.N.R., The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets, IMF Working Paper no. WP.09/129, Washington 2009

## Netografia

- [www.europarl.europa.eu\\_sides\\_getDoc](http://www.europarl.europa.eu_sides_getDoc)  
<http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>

## Rating Agencies and the Subprime Crisis

### Summary

The author examines the activities of rating agencies through the perspective of the crisis in the subprime markets as well as changes in laws regulating that kind of activity. Although the new legislative solutions regulating the activities of rating agencies had been implemented (in particular reforms increasing their operational transparency, limiting the conflict-of-interest risk and introducing new requirements as to the assessment methodology of structuralised financial instruments), some operations by entities that offer credit rating services still require further regulations. In particular, the following fields of activity require new legal solutions:

- the present model of financing the rating agencies, which stipulates that the issuer pays for the rating assigned to its financial instruments
- the oligopoly competitive model of rating services that is dominated by three major agencies
- the prudential norms that are based solely on the credit rating

The first part of the paper focuses on the role played by the rating agencies in the international financial system. Their role has been examined from the micro perspective (from the issuers' and investors' point of view), as well as from the macro perspective – from the point of view of countries as well as public institutions and international organisations that set up norms based on ratings, what in turn influences the stability of the financial system.

The second part of the paper has been devoted to imperfections in rating agencies' operational activity that came into light after bankruptcies of major transnational corporations, and the crisis in the subprime markets (and earlier crises). In view of the latest global breakdown in the financial markets the imperfections concern mainly ratings assigned to structuralised financial instruments.

The third part of the paper is a review of the new and earlier applied legislative solutions in force in the European Union and the United States regarding the rating agencies' activities as well as an examination of operations that still require legal regulations.